信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

投行与机构业务并举，“大招商”蓄势待发

—— 招商证券（600999.SH）深度报告

2020 年 8 月 5 日

王舫朝　非银行金融行业分析师

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

证券研究报告

公司研究——深度研究

招商证券（600999.SH）

买入	增持	持有	卖出

首次评级

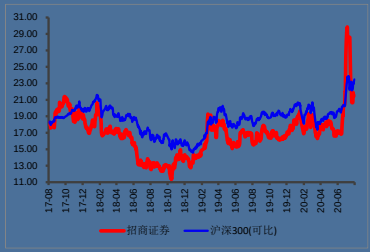
王舫朝 非银行金融行业首席分析师

执业编号：S1500519120002

联系电话：(010) 83326877

邮 箱：wangfangzhao@cindasc.com

招商证券相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.8.4）

收盘价（元）	21.41
52 周内股价波动区间(元)	12.41-26.03
最近一月涨跌幅(%)	-2.84
总股本(亿股)	84.02
流通 A 股比例(%)	88.34
总市值(亿元)	1701

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

投行与机构业务并举，“大招商”蓄势待发

2020 年 8 月 5 日

本期内容提要：

◆ **股东背景实力强，战略改革促进质效提升。**招商证券是国内国际一体化综合证券服务平台，隶属于招商局集团，产业资源丰富。自 2018 年纳入“双百行动”以来，公司开始积极实施深层次市场化改革。2018 年公司公布了新五年战略，提出了“实现综合竞争力进入行业前五”的战略目标，将持续打造综合服务与特色业务竞争优势。

◆ **综合实力符合行业发展趋势，将成为政策红利首要受益者之一。**公司资本实力雄厚，近年来低成本提升杠杆，重资本业务竞争实力大幅提升，公司盈利能力优于同业。作为综合性大型券商，招商证券在资本实力、风控制度、业务实力及创新能力等方面具备明显优势。公司业务结构均衡，近年来股权承销实力、财富管理与机构业务以及自营投资业务实力大幅提升，符合行业发展趋势，将成为政策红利首要受益者之一。

◆ **投行+投资业务股权承销优势明显，债券承销行业领先。**公司股权承销业务以中小项目为主，承销保荐费率高于行业平均。公司抓住注册制改革机会，科创板承销保荐与跟投浮盈双丰收，IPO 业务优势明显，项目储备居前。债券承销方面，公司在保持传统债券承销业务优势的基础上，在固收类产品创设能力突出，ABS 承销行业领先，2015 年以来市场份额始终保持 10%以上，保持行业前两名。

◆ **财富管理转型稳步推进，机构服务能力突出。**公司传统经纪业务优势明显，财富管理转型具备客户基础。财富管理转型方面，公司优化产品引入和定制效率，完善产品体系；不断提升公司投顾的数量与质量；采取线上线下相结合的营销模式，注重金融科技在业务中的应用，不断优化财富管理服务平台，差异化财富管理模式应运而生。公司机构服务能力突出，作为 PB 业务概念最早的提出者之一，具有先发优势，针对私募基金打造一站式金融服务，PB 交易系统的基础搭建处于行业领先地位，有望进一步稳固业务发展优势。PB 业务发展推动机构化转型的同时，亦带动两融业务获得可观收入。

◆ **盈利预测与投资评级：**我们使用相对估值法给公司估值，我们估算公司 2020-2022E 净资产分别为 1242 /1304 / 1372 亿元，对应 BVPS 14.25 /14.96 / 15.75 元。2020-2022E 归母净利润 95.75 /102.92 /111.61 亿元，同比+30.84 % / 7.48 %/ 8.45%，对应 EPS1.10 /1.18 /1.28 元。考虑到公司投行有较强优势，我们给予公司 2020 年 2.0xP/B，根据本文假设估值，我们预计 2020 年估值为 2394 亿元，对应目标价 28.5 元，给予“买入”评级。

◆ **股价催化剂：**证券市场交投活跃度提升，直接融资占比提升，创业板注册制改革稳步推进。

◆ **风险因素：**资本市场大幅波动，导致公司经纪业务、自营投资业务等受到干扰和冲击；科创

板、创业板注册制审核进度低于预期，导致投行+投资业务业绩不及预期；公司市场化改革进度低于预期；财富管理转型进度不及预期等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(亿元)	113.22	187.09	236.81	254.55	276.07
增长率 YoY （%）	-15.20%	65.24%	26.57%	7.49%	8.45%
归属母公司净利润(亿元)	44.51	73.18	95.68	102.86	111.56
增长率 YoY（%）	-23.30%	64.41%	30.75%	7.50%	8.46%
净资产收益率 ROE（%）	5.53%	8.79%	9.15%	8.09%	8.34%
EPS(元)	0.66	1.09	1.10	1.18	1.28
市盈率 P/E(倍)	32.41	19.70	19.49	18.13	16.72
市净率 P/B(倍)	1.78	1.69	1.50	1.43	1.36

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测　　注：股价为 2020 年 8 月 4 日收盘价

目 录

公司分析 1
股东背景实力强，产业资源丰富 1
借力“双百行动”，战略改革促进质效提升 2
资本实力+高杠杆+低融资成本，盈利能力优于同业 3
资本市场改革制度红利，传统业务&新业务空间广阔 5
优势业务分析 9
投行+投资优势凸显，顺应注册制改革趋势 9
债券承销发展迅速，ABS 业务领先 12
财富管理转型稳步推进 13
主经纪商业务具备先发优势，机构服务能力突出 15
基金做市业务行业领先 18
盈利预测与投资建议 19
风险因素 21

表 目 录

表 1: 招商证券前十大股东（2020 年一季报） 1
表 2: 招商证券市场化改革进程 2
表 3: 招商证券部分创新业务资格列示 8
表 4: 科创板承销保荐及跟投明细 11
表 5: 2019 年以来股权承销 TOP10 IPO 通过率 11
表 6: 招商证券盈利预测 20
表 7: 同业比较 21

图 目 录

图 1: 招商证券控股股东关系 1
图 2: 招商证券子公司及参股公司 1
图 3: 2010-2019 招商证券总资产 CAGR +16.7% 4
图 4: 2010-2019 招商证券净资产 CAGR +15.12% 4
图 5: 2010-2019 年公司杠杆率 4
图 6: 公司资金成本相对较低 4
图 7: 2010-2019 营收增速 CAGR +12.5% 5
图 8: 2010-2019 年净利润增速 CAGR +9.5% 5
图 9: 2010 年以来公司 ROE 始终高于行业平均 5
图 10: 2014-2019 股权承销前十大券商承销金额及集中度 6
图 11: 2014-2019 去债券承销前十大券商承销金额及集中度 6
图 12: 长期以来我国居民资产配置中权益类资产占比小 7
图 13: 美国居民权益配置比例远高于中国 7
图 14: 招商证券业务结构趋向均衡 8
图 15: 招商证券投行收入及增速 9
图 16: 招商证券股权承销与债券承销收入占比 9
图 17: 招商证券股权承销规模及市占率 10
图 18: 招商证券债券承销金额与市占率 10
图 19: 单家承销规模小于 TOP10 平均 10
图 20: 股权承销保荐费率：招商 VSTOP10 平均 10
图 21: 招商证券 IPO 项目储备充足 12
图 22: 2014 年以来债券承销规模发展迅速 13
图 23: ABS 规模及市占率领先 13
图 24: 代买卖手续费收入与股基交易量市场份额 13
图 25: 公司及行业代理买卖证券佣金率呈下滑趋势 13
图 26: 代理买卖证券款中个人客户占比高 14
图 27: 2012-2019 经纪及财富管理客户数稳定增长 14
图 28: 招商证券投顾数量稳定增长 15
图 29: 招商证券财富管理金融产品销售规模 15
图 30: 全球 PB 业务收入及占比 16
图 31: 高盛 PB 业务规模及占比 16
图 32: 私募证券投资基金规模持续提升 16
图 33: 服务私募基金托管业务中券商占据主导地位 16
图 34: 2015-2019 公司托管和金融服务外包产品数量 17
图 35: 招商证券两融业务规模发展迅速 18
图 36: 招商证券两融业务中机构客户占比提升 18
图 37: 2015 年以来我国 ETF 发展迅速 19

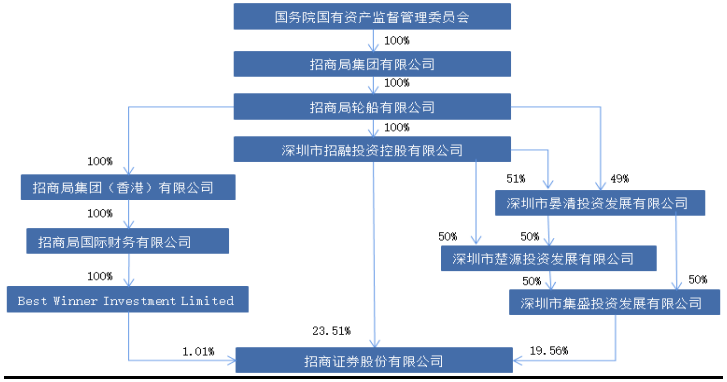
公司分析

股东背景实力强，产业资源丰富

国内国际一体化综合证券服务平台。招商证券成立于 1991 年，总部位于深圳，是国务院国资委体系内规模最大的证券公司，全国设有 12 家分公司，258 家营业部，在香港、新加坡、英国、韩国设有子公司。全资控股招商证券国际、招商期货、招商资管、招商致远资本和招商投资，参股博时基金、招商基金，是国内国际业务一体化的综合证券服务平台。公司于 2009 年在上海证券交易所挂牌上市，2016 年 H 股在香港联交所交易上市，是国内第七家 A+H 股券商。

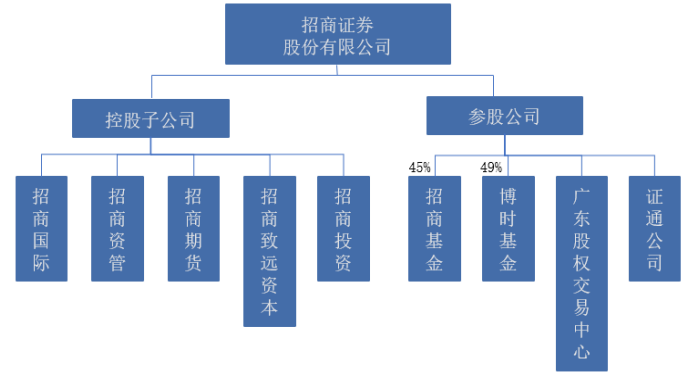
股东综合实力强，产业资源丰富。公司隶属于招商局集团，持有公司 43.07%股权。招商局集团是综合性的大型央企，旗下产业丰富，主要业务有实业经营、金融服务、投资与资本运营三大核心产业，旗下控股及参股境内外上市子公司超过 30 家。招商局集团的金融业务以银行、证券、基金、保险为基础，涵盖资产管理、融资租赁、不良资产管理等多元金融牌照。

图 1：招商证券控股股东关系



资料来源：招商证券年报，信达证券研发中心

图 2：招商证券子公司及参股公司



资料来源：招商证券年报，信达证券研发中心

表 1：招商证券前十大股东（2020 年一季报）

股东名称	持股数量（百万股）	占总股本比例（%）	股东性质
深圳市招融投资控股有限公司	1575.31	23.51	国有法人
深圳市集盛投资发展有限公司	1310.72	19.56	国有法人
香港中央结算（代理人）有限公司	980.05	14.63	境外法人
中国远洋运输有限公司	418.95	6.25	国有法人
河北港口集团有限公司	264.06	3.94	国有法人
中国交通建设股份有限公司	209.40	3.13	国有法人

中国证券金融股份有限公司	200.31	2.99	未知
香港中央结算有限公司	108.17	1.61	境外法人
中远海运（广州）有限公司	84.00	1.25	国有法人
中央汇金资产管理有限责任公司	77.25	1.15	国有法人
合计	5228.22	78.02	

资料来源：招商证券年报，信达证券研发中心

借力“双百行动”，战略改革促进质效提升

纳入“双百行动”，实施深层次市场化改革。自公司被国务院国资委纳入国企改革“双百行动”企业名单以来，公司积极开展市场化改革。人力资源机制建设方面，实施公司总裁全球公开招聘和高级管理层副职竞争上岗的市场化人才机制改革；组织架构方面，开展职能整合与机构合并，减少 10 个部门，提升组织效益和服务效率；员工激励方面，员工持股计划 2020 年 3 月正式落地实施，完善公司治理结构，建立与完善股东、公司与员工之间的利益共享与风险共担机制，充分调动公司高级管理人员和核心人才的积极性，更灵活地吸引人才，促进公司长期、持续、健康发展，有利于推动公司股票市场价格与公司长期内涵价值相匹配。

新五年战略，打造综合服务与特色业务竞争优势。2018 年公司公布《关于公司中长期发展战略暨 2019-2023 年发展规划的议案》，新战略提出了“实现综合竞争力进入行业前五”的战略目标，明确提出“以投行业务为价值牵引、打造机构业务及财富管理业务特色优势、拓展多渠道多产品综合化经营模式、强化跨境服务一体化”等五项核心策略，成立投资银行委员会，推动投行人才向投资板块流动，开始构建“投行+投资”联动模式。新战略更加强调了打造公司综合服务能力，明确了公司要集中资源打造差异化竞争优势。

表 2：招商证券市场化改革进程

	改革进程关键要点	具体内容
1	**市场化人才机制改革：公司总裁全球公开招聘高级管理层副职竞争上岗的**	招商证券 2018 年 11 月 23 日的第六届董事会第十四次会议聘任熊剑涛先生担任公司总裁。2019 年 2 月 15 日召开第六届董事会第十六次会议，同意公司聘任吴光焰、谢继军担任公司副总裁。
2	**调整组织架构，优化资源配置，重新组建部门设置**	1 公司董事会设立战略委员会、风险管理委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会等 5 个专门委员会并充分发挥委员会职能； 2 对公司部门设置进行调整与删减，如更名后的科技创新办公室职能更加聚焦，搭建起以“四双”（双速发展、双向选择、双重管理、内外孵化）为核心的科技创新体系。
3	**借力“双百行动”，进行内部体制机制改革**	1 扎实推进人力资源“六能”机制建设，即实行“人员能进能出、干部能上能下、待遇能高能低”，推行职业经理人制度，实行业绩考核与履职考核并重的干部年度考核机制，实现

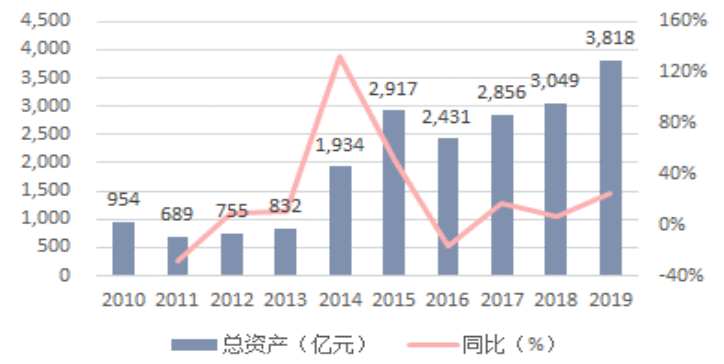
		全员劳动合同的精细化管理及各部门干部职数、人员编制动态化管理，开展职级套改，优化浮动薪酬分配； 2.2019 年度，招商证券完成了 20 个金融科技创新项目立项，并推出了投资交易平台 Geetek，将科技手段运用到财富管理、运营管理、投资交易、风险管理等业务中；同年，促进了国内首单零售类绿色 ABS、国内首单信用卡全账户资产 ABS 及国内首单引入境外投资者参与的不良资产证券化等产品的成功发行。
4	**试点改革重点集中在混合制改革，实施再融资与员工持股计划等**	**1.公司 A+H 股配股** 2019 年 3 月，董事会审议通过了 A+H 股配股方案，于 5 月先后获国务院国资委、股东大会批准；H 股配股于 10 月获证监会国际部批复。 **2.股份回购** 招商证券于 2019 年 11 月 8 日至 12 月 19 日回购 A 股 40,020,780 股，占总股本的 0.5974%，回购金额 6.64 亿元，回购均价为 16.5888 元/股（不含交易费用）。 **3.员工持股计划** 2019 年董事会、职工代表大会表决通过员工持股计划，2020 年一季度履行完成股东大会审批程序，今年 3 月 3 日，完成了员工持股计划的股票过户手续，公司员工持股计划持有 40020780 股公司 A 股股票，占公司总股本的比例为 0.5974%，参与人数共 995 人。

资料来源：招商证券年报，信达证券研发中心

资本实力+高杠杆+低融资成本，盈利能力优于同业

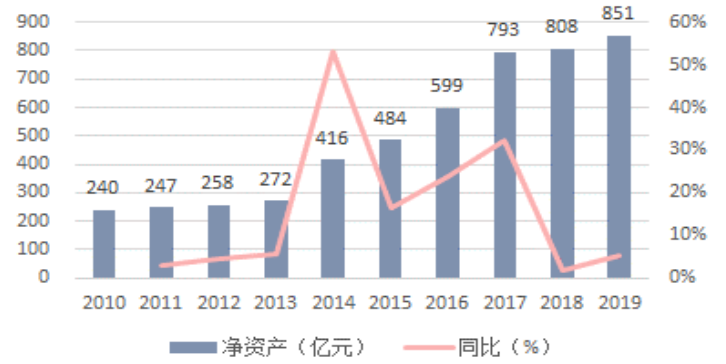
公司资本实力雄厚。公司总资产和净资产实力名列前茅，2009 年和 2016 年分别在 A 股、H 股上市，分别募得资金 108.83 亿元、89.447 亿元港币，2020 配股 150 亿元已正式实施。截至 2019 年末，公司总资产规模 3817.72 亿元，行业排名第四；净资产规模 851 亿元，行业排名第六。公司坚持稳健经营理念，连续 12 年蝉联证监会公司分类评级最高评级“AA”级。

图 3：2010-2019 招商证券总资产 CAGR +16.7%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

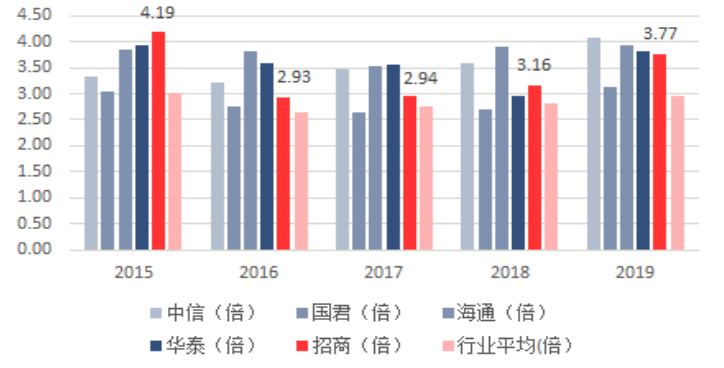
图 4：2010-2019 招商证券净资产 CAGR +15.12%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

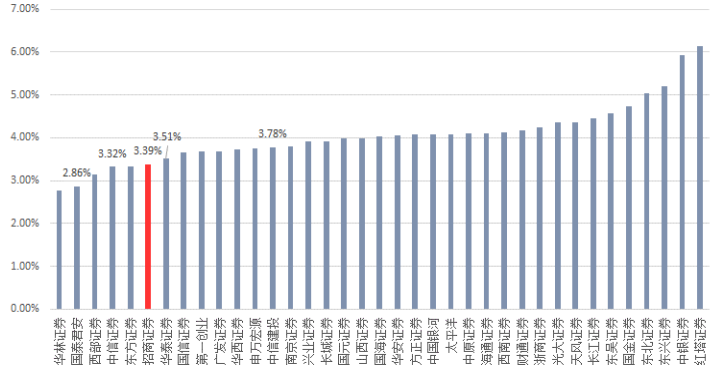
杠杆提升+低融资成本，重资本业务竞争力提升。重资本业务对券商资本规模要求高，低融资成本是助力公司获得更高利润率的关键。近年来招商证券杠杆水平略有上升，从 2016 年的 2.93 提升至 2019 年的 3.77，但距离监管上限仍存在较大提升空间。2020 年 3 月，公司被纳入首批并表监管试点范围，风险资本准备系数从 0.7 降至 0.5，进一步提升公司的资本使用效率，消耗资本准备的业务如权益类证券及衍生品规模、非权益类证券及衍生品规模以及融资类业务规模业务空间大幅提升。与此同时，公司资金成本较低，大型券商中，招商利息支出占计息负债仅次于国君、中信，位居第三为 3.39%。另外，公司于 2019 年首次参与国际信用评级，获得穆迪 Baa1 评级，评级展望为稳定，有利于公司进一步节约境外融资成本。

图 5：2010-2019 年公司杠杆率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

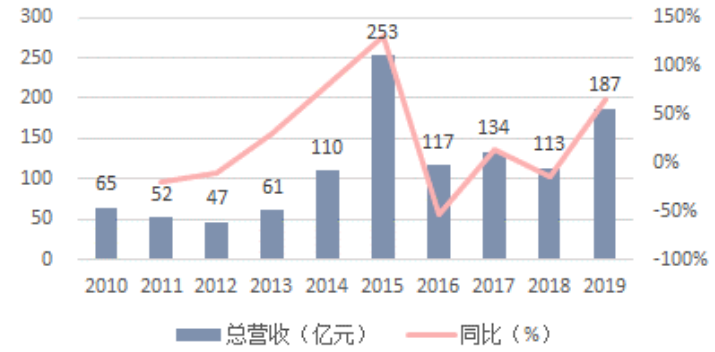
图 6：公司资金成本相对较低



资料来源：Wind，信达证券研发中心

盈利能力优于同业。2019 年招商证券总营收、净利润均取得历史第二好业绩，总营收 187 亿元，同比+65%，优于行业平均 35%；净利润 73 亿元，同比+64.41%。公司 2010-2019 净利润增速为 9.5%，高于行业净利润复合增速 5.27%。与此同时，2010 年以来公司 ROE 始终高于行业平均，公司盈利能力显著好于同业。除公司杠杆率较高外，股权承销、财富管理及机构业务实力的提升也是 ROE 较高的原因之一。

图 7：2010-2019 营收增速 CAGR +12.5%

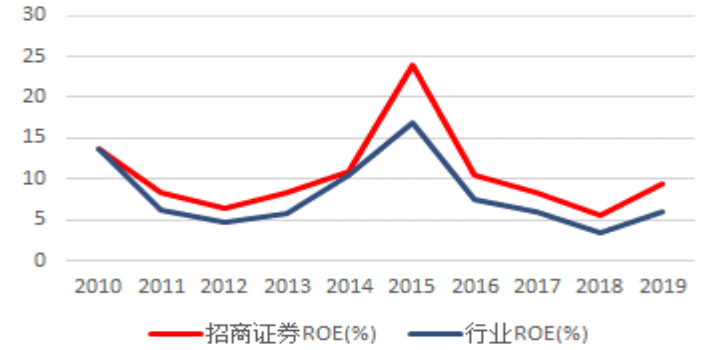


资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 8：2010-2019 年净利润增速 CAGR +9.5%

资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 9：2010 年以来公司 ROE 始终高于行业平均



资料来源: Wind，信达证券研发中心

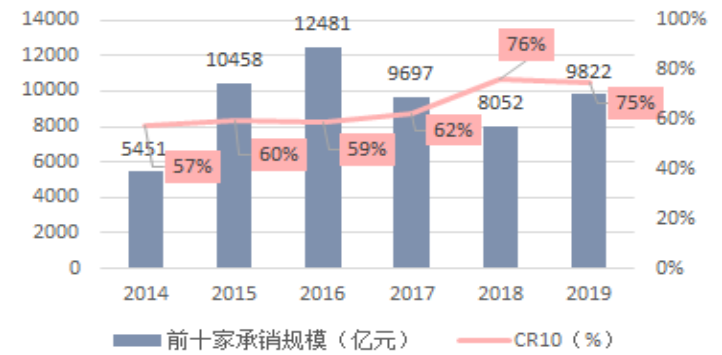
资本市场改革制度红利，传统业务&新业务空间广阔

资本市场改革力度加大，进入直接融资时代。伴随着我国经济从高速发展向高质量发展转变，经济增长驱动力从传统制造、

基建和地产投资转向消费、科技及其他创新产业，金融资源配置也应随之转向新兴产业，满足其创新发展。为满足支持国家经济结构转型，2019 年以来资本市场深化改革政策频出，证监会提出“全面深化资本市场改革十二条”、《新证券法》修订、推广注册制、推动中长期资金入市、建设高质量投行、加强投资者保护等相关政策迅速落地，我国融资体系正发生重大变革，进入直接融资时代。

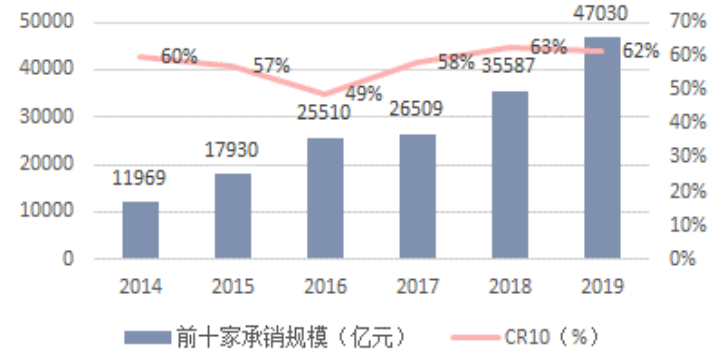
直接融资时代，投行业务头部集中趋势更加明显。随着资本市场改革推进，头部集中趋势愈加明显，从近年来投行业务的竞争格局看，股权承销和债券承销集中度呈现持续上升趋势，前十大公司的市场份额均保持 50%以上，股权承销 CR10 从 2014 年的 57%上升到 2019 年的 75%，债券承销集中度从 2016 年的 49%上升至 2019 年的 62%。

图 10：2014-2019 股权承销前十大券商承销金额及集中度



资料来源: Wind，信达证券研发中心

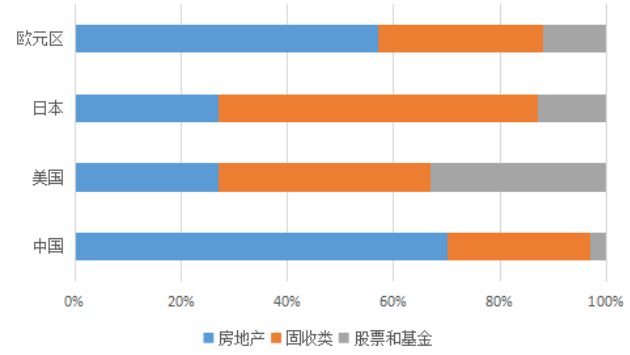
图 11：2014-2019 去债券承销前十大券商承销金额及集中度



资料来源: Wind，信达证券研发中心

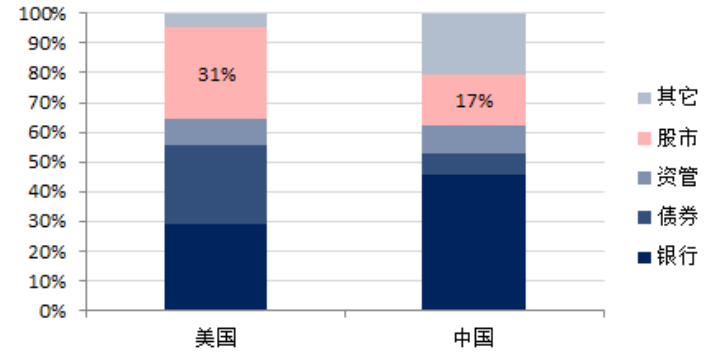
居民财富增配金融资产，财富管理与机构化业务前景广阔。吸引稳定长期增量资金参与权益市场是资本市场健康发展的关键，对推动直接融资转型有重要意义。长期以来，间接融资为主的融资体系背景下，我国居民资产配置以银行储蓄和房产为主，权益类资金资产占总资产比例约 10%，占金融资产比例约 20%，远低于美国居民权益类资产占总资产 30%、占金融资产 45%。随着人口红利见顶，住房刚需下降，经济不再过度依赖地产刺激，房价涨幅回归合理区间，居民对金融资产配置的提升值得期待。另一方面，在资本市场扩容的背景下，新兴产业带来更多的投资机会，股市长期向好将吸引居民增加金融资产配置。在居民资产配置结构调整的大背景下，财富管理与机构化业务前景广阔。

图 12：长期以来我国居民资产配置中权益类资产占比小



资料来源：CEIC，信达证券研发中心

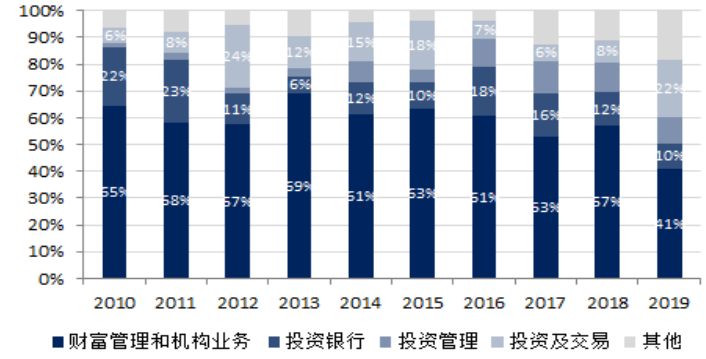
图 13：美国居民权益配置比例远高于中国



资料来源：Wind，信达证券研发中心

招商证券凭借综合实力符合行业发展趋势，将成为制度红利首要受益者之一。作为综合性大型券商，招商证券在资本实力、风控制度、业务实力及创新能力等方面具备明显优势。**资本实力雄厚**，2019 年公司净资产规模 851 亿元，行业排名第六；**公司风控制度完善**，连续 12 年获得证监会 AA 级评级；创新能力业务能力突出，公司在分类监管中属于创新试点券商，近年来获得多项创新业务首批试点资格，并取得突出成绩，2019 年在基金做市商综合考评中，招商证券获得最高评级 AA 级，领先于中信证券、中金公司等头部券商；**公司业务结构均衡，**2019 年各项业务营收占比分别为财富管理与机构 41%，投行 10%，投资管理 10%，投资与交易 22%，公司传统经纪业务对业绩贡献自 2015 年以来逐渐下降，财富管理与机构业务占比从 2013 年的 69%降至 2019 年的 41%，投行与资管业务占比保持稳定，投资与交易占比稳步提升，公司已由经纪业务为主导向多元化业务结构转型，对增强公司业绩稳定性、降低市场波动影响具有积极作用。近年来股权承销实力、财富管理与机构业务以及自营投资业务实力大幅提升，符合行业发展趋势，将成为政策红利首要受益者之一。

图 14：招商证券业务结构趋向均衡



资料来源：招商证券年报，信达证券研发中心

表 3：招商证券部分创新业务资格列示

时间	创新业务资格
2001	网上证券委托业务资格
2002	受托资产管理业务资格、开放式基金分销权
2003	代办股份转让主办券商业务资格
2005	企业短期融资券承销团资格
2007	券商 QDII 资格
2008	IB 业务资格
2012	综合托管服务资格、转融通试点券商
2013	基金托管资格
2014	证券投资基金托管资格、获准开通港股通业务交易权限
2015	股票期权做市业务资格、QDIE 首批券商类试点资格
2017	信用联结票据创设资格、信用风险缓释凭证创设资格、信用风险缓释工具核心交易商资格、郑州商品交易所白糖期权做市资格
2018	信用衍生品业务资格、场外期权业务交易商、债券“北向通”做市商资格、试点开展跨境业务、原油期货做市业务资格、上市基金主做市商业务资格
2019	股指期货做市商、国债期货做市商、上市基金主做市商、信用保护合约业务资格、 科创板转融通试点券商
2020	获得并表监管试点资格

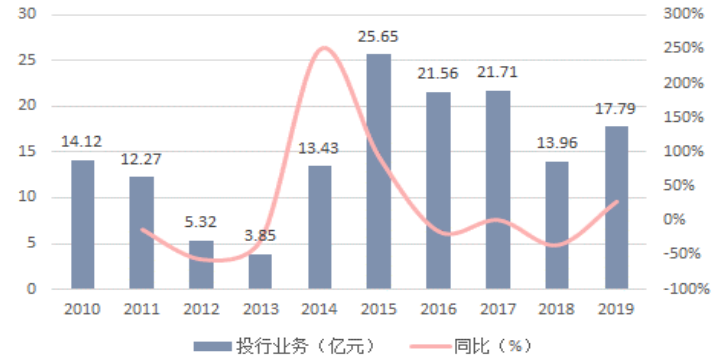
资料来源：招商证券年报，信达证券研发中心

优势业务分析

投行+投资优势凸显，顺应注册制改革趋势

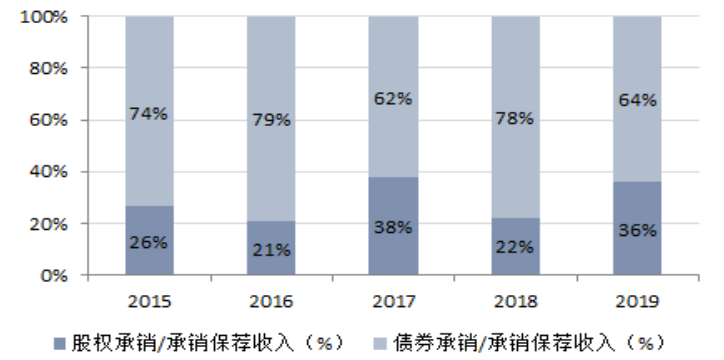
2015 年以来公司投行实力倍增。公司股权承销业务发展迅速，在保持 IPO 业务名列前茅的基础上，从 2015 年开始大力发展再融资与并购重组业务，股权承销规模实现大幅增长，2019 年股权承销规模为 441.54 亿元，市占率从 2014 年的 2.23%提升至 2019 年的 3.37%，行业排名从第 12 位跃升至第 4 位，公司承销保荐收入占比从 26%提升至 36%。与此同时，公司大力发展债券、资产证券化业务，债券承销规模从 2014 年的 160 亿元猛增至 2019 年的 3901 元，承销金额排名从行业第 22 名跃升至第三（2016-2018）、第五（2019），市占率从 3.63%提升至 5.12%。2019 年债券承销规模同比虽有所下滑，但仍保持行业前五。

图 15：招商证券投行收入及增速



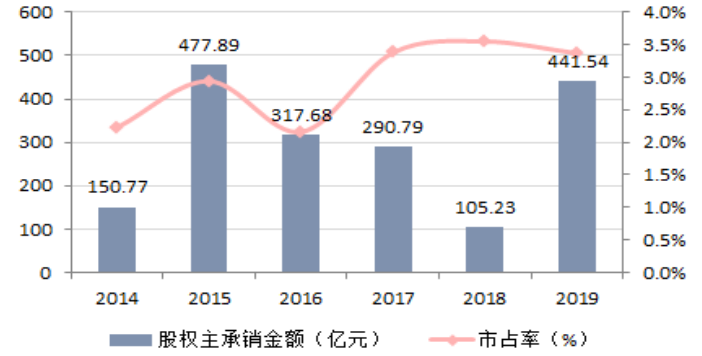
资料来源：招商证券年报，信达证券研发中心

图 16：招商证券股权承销与债券承销收入占比



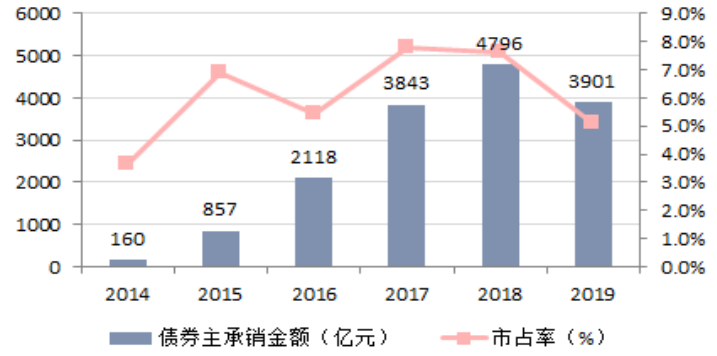
资料来源：招商证券年报，Choice，信达证券研发中心

图 17：招商证券股权承销规模及市占率



资料来源：招商证券年报，Wind，信达证券研发中心

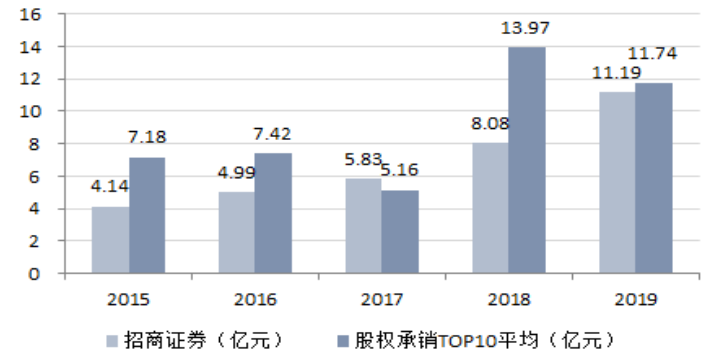
图 18：招商证券债券承销金额与市占率



资料来源：招商证券年报，wind，信达证券研发中心

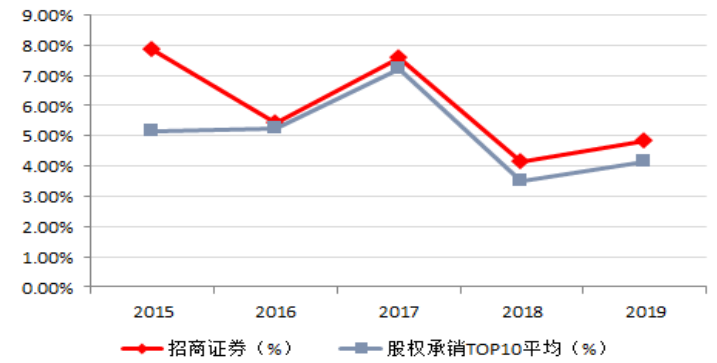
股权承销以中小项目为主，承销保荐费率高于行业平均。 从平均单家承销规模来看，2015 年以来招商证券平均单家承销规模低于 TOP10 平均，说明公司股权承销以中小项目为主。通过对行业 2014-2019 年 IPO 承销保荐收入及募集资金规模测算，我们发现募资规模越大的项目，承销保荐费率反而越低，募资规模在 10 亿元以上的 IPO 项目平均发行费率在 4.5%左右，而募资规模小于 10 亿元的项目，发行费率超过 8%。由于公司平均承销规模较小，近年来行业股权承销费率虽呈现下行趋势，但公司承销保荐费率始终高于 TOP10 平均。

图 19：单家承销规模小于 TOP10 平均



资料来源：Choice，信达证券研发中心

图 20：股权承销保荐费率：招商 VSTOP10 平均



资料来源：Choice，信达证券研发中心

科创板跟投获丰厚浮盈。根据上交所发布的科创板股票发行承销业务指引，科创板承销保荐机构应与发行人签署配售协议，承诺按照股票发行价格认购发行人首次公开发行股票数量 2%至 5%的股票，跟投限售期为 24 个月。截至 2020 年 8 月 3 日，

招商证券共服务科创板企业 17 家，其中 6 家已发行，共募集资金 71.81 亿元，科创板项目贡献承销保荐收入 4.93 亿元，跟投浮盈收益 7.24 亿元，浮盈率 262%，在头部券商中居前。

表 4：科创板承销保荐及跟投明细

	服务家数	已发行	首发募集资金（亿元）	承销保荐费用（亿元）	跟投金额（亿元）	浮盈（亿元）	浮盈率（%）
中信证券	57	17	380.55	13.69	11.59	16.31	141%
中信建投	34	16	721.8	14.76	25.73	50.03	194%
中金公司	37	21	992.57	25.1	31.47	63.83	203%
华泰证券	32	13	165.45	11.34	7.34	8.99	122%
招商证券	**17**	**6**	**71.81**	**4.93**	**2.76**	**7.24**	**262%**

资料来源：招商证券年报，信达证券研发中心

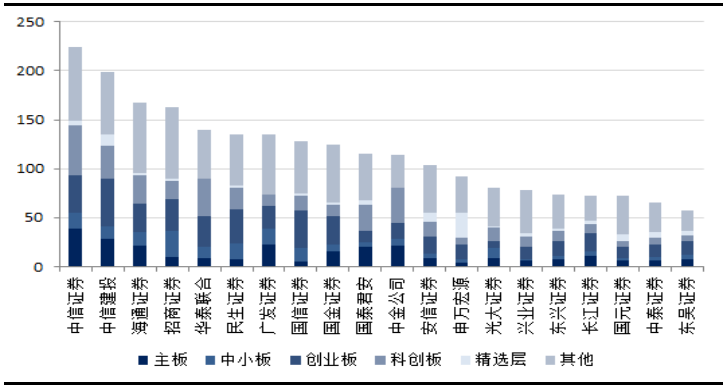
抓住注册制改革机会，夯实 IPO 业务优势，项目储备充足。公司抓住科创板、创业板发展机遇，围绕科创板、创业板定位，聚焦高端装备、新材料等行业的科创企业、创新企业，开展精准营销，加快科创板、创业板申报进度，积极储备 IPO 项目，项目质量大幅提升。从 IPO 审核通过率来看，2019 年以来公司报审项目通过率 100%。公司 IPO 项目储备量居前，截至 2020 年 8 月 4 日，公司储备项目 163 个，排名第四，其中创业板 35 家，科创板 18 家，主板 10 家，中小板 26 家，公司在股权承销业务方面竞争力较强，公司有望受益于注册制的全面推出。

表 5：2019 年以来股权承销 TOP10 IPO 通过率

主承销商	审核公司总家次	通过家次	占比(%)
中信建投证券股份有限公司	41	40	97.56
中信证券股份有限公司	38	36	94.74
中国国际金融股份有限公司	32	31	96.88
广发证券股份有限公司	30	29	96.67
国信证券股份有限公司	24	23	95.83
招商证券股份有限公司	23	23	100.00
国泰君安证券股份有限公司	22	21	95.45
海通证券股份有限公司	22	20	90.91
华泰联合证券有限责任公司	22	19	86.36
民生证券股份有限公司	22	22	100.00

资料来源：招商证券年报，信达证券研发中心

图 21：招商证券 IPO 项目储备充足



资料来源：Wind，信达证券研发中心

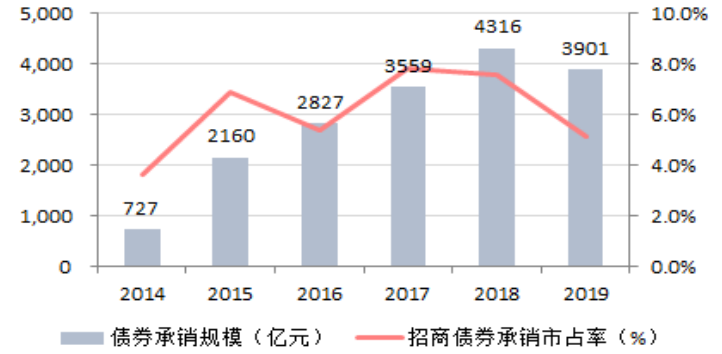
推进“羚跃计划”，“投行+投资”服务中小企业。2019 年下半年公司设立投资银行普惠金融部，实施推进“羚跃计划”为核心的投资+投行业务，帮助中小微企业实现类似“羚羊”的关键一跃。早期通过股权投资，辅导和服务促进中小企业稳步成长，后续跟踪服务，为中小企业定制个性化资本运作方案，助力企业借助科创板、创业板、新三板、主板等多层次资本市场发展壮大，为公司“投行+投资”业务挖掘优质客户。

另类投资与私募股权子公司运作成熟，退出通道顺畅打开发展空间。招商致远资本是公司私募股权基金管理业务平台，收入来源是收取管理费和依据业绩情况获得业绩报酬。截至 2019 年底，招商致远资本管理规模 210 亿元，累计投资规模超过 100 亿元，基金数量 23 只，规模、数量在行业中名列前茅。其中基金涵盖 Pre-IPo、产业并购基金、创投基金、孵化器母基金等，谱系完整。2019 年退出项目规模 20 亿元，部分项目取得较高的投资回报。

债券承销发展迅速，ABS 业务领先

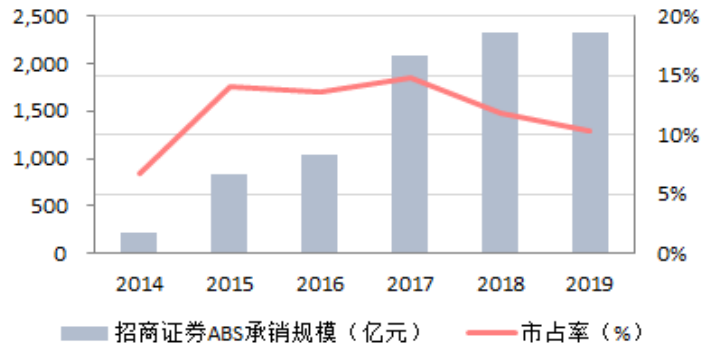
传统债券承销优势稳固，固收产品创设能力突出。2014 年以来公司债券承销发展迅速，2019 年债券承销规模 3901 亿元，6 年复合增速 32%。在保持传统债券承销业务优势的基础上，公司在固收类产品创设能力突出，ABS 行业领先，2015 年以来市场份额始终保持 10%以上，保持行业前两名。此外，公司积极响应国家提出的共建“一带一路”倡议，强化业务创新推动债券市场对外开放，2018-2019 成功发行多个创新固收产品，包括首批“一带一路”熊猫公司债、首单长租公寓抵押贷款资产证券化产品、境内首单债券通引入境外投资者的住房抵押贷款资产支持证券 RMBS 等。

图 22：2014 年以来债券承销规模发展迅速



资料来源：Choice，信达证券研发中心

图 23：ABS 规模及市占率领先

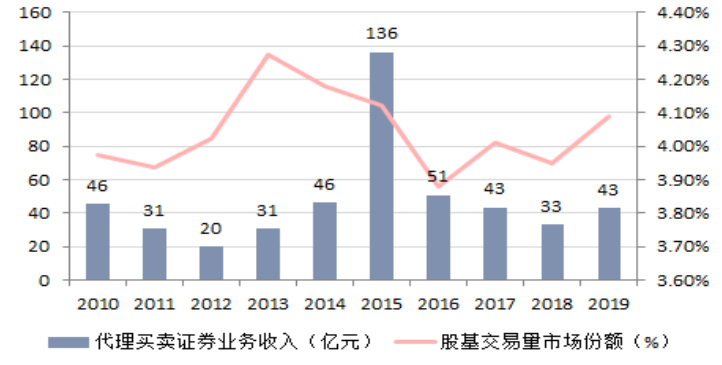


资料来源：Choice，信达证券研发中心

财富管理转型稳步推进

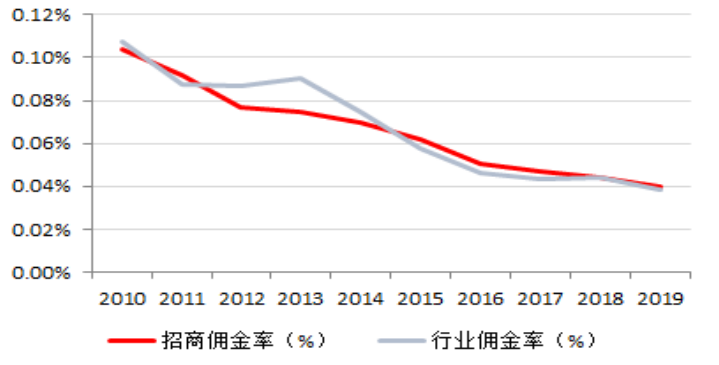
传统经纪业务优势明显，财富管理转型具备客户基础。截至 2019 年末公司营业部数量 258 家，股基市场份额保持在 4%左右，近年来行业排名 6-8 名，传统经纪业务优势明显。近年来受市场因素和行业整体佣金率下滑影响，今年公司代理买卖证券业务收入下滑，公司积极推进财富管理转型。受益于经纪业务个人客户占比较高，公司转型财富管理具备客户基础。另外，公司是较早开展跨境金融服务的券商之一，积累了一定规模的高净值客户。

图 24：代买卖手续费收入与股基交易量市场份额



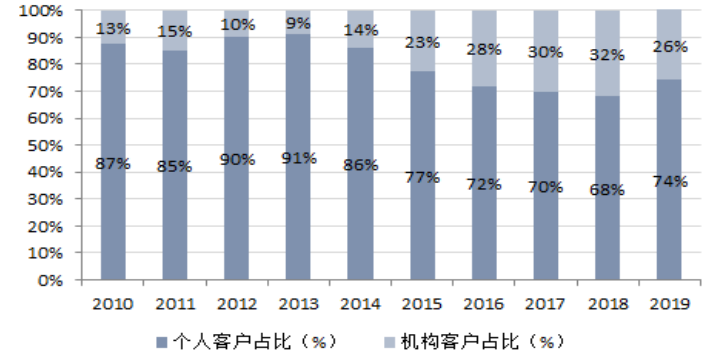
资料来源：招商证券年报，信达证券研发中心

图 25：公司及行业代理买卖证券佣金率呈下滑趋势



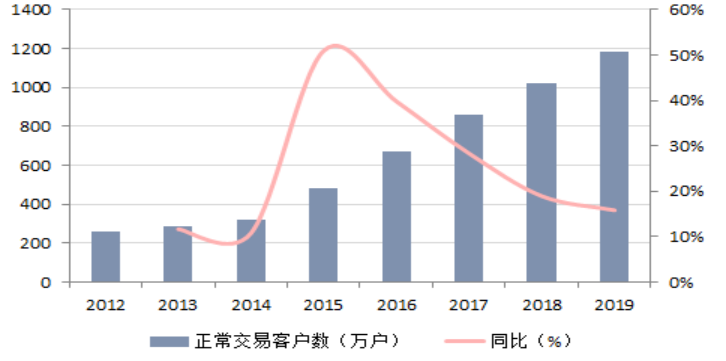
资料来源：招商证券年报，信达证券研发中心

图 26：代理买卖证券款中个人客户占比高



资料来源：招商证券年报，信达证券研发中心

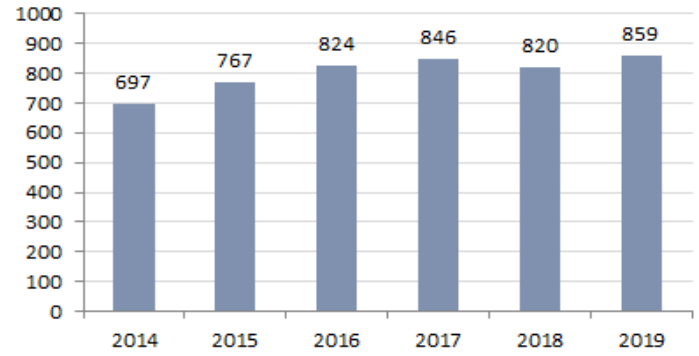
图 27：2012-2019 经纪及财富管理客户数稳定增长



资料来源：招商证券年报，信达证券研发中心

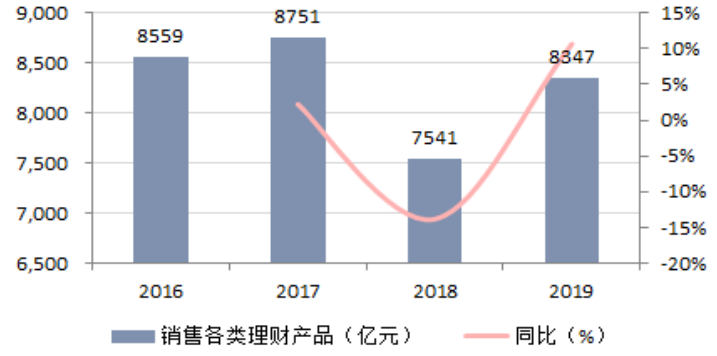
财富管理转型稳步推进。（1）产品体系日渐完善，向客户提供高质量且风险匹配的金融产品是财富管理的关键，产品方面，公司优化产品引入和定制效率，完善产品体系，代销金融产品收入在经纪收入中占比从 2014 年不足 0.5%提升至 1.76%。**（2）投顾高质量稳定增长**，公司财富顾问数量稳定增长，截至 2019 年公司财富顾问人数 859 人，同时投顾的专业能力是公司拓展财富管理团队的重要考量。**（3）科技平台持续优化，**公司采取线上线下相结合的营销模式，注重金融科技在业务中的应用，不断优化财富管理服务平台。2016 年开发上线了移动营销服务平台智远一户通 APP，2017 年建立了以大数据分析为基础的精准营销模型和基金评价系统，2018 年上线网上交易 PC 版，推出智能选股、智能盯盘等一系列智能工具服务，2019 年进一步丰富了 APP 多项核心服务场景，全年月度活跃用户数达 302.1 万户，同比增长 27.8%。线上平台便捷操作与安全高效的特点提升了客户体验，为资产配置、投资组合、深度研究到高端客户的个性化定制服务提供了强大的技术支撑，逐步打造特色化财富管理模式。

图 28：招商证券投顾数量稳定增长



资料来源：招商证券年报，信达证券研发中心

图 29：招商证券财富管理金融产品销售规模

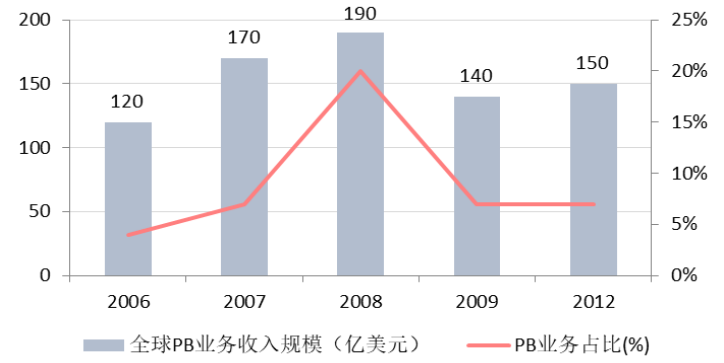


资料来源：招商证券年报，信达证券研发中心

主经纪商业务具备先发优势，机构服务能力突出

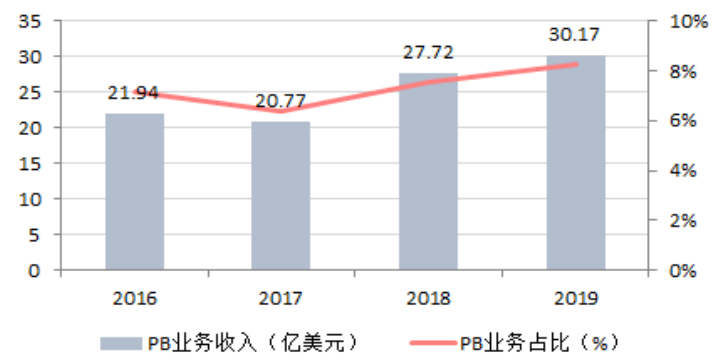
PB（Prime Brokerage）主经纪商业务是证券公司为专业机构投资者和高净值个人提供交易、清算、托管、杠杆交易、资产服务和技术支持等服务，收入来源于融资融券利息差、交易佣金、清算托管等基础服务、基金参与投资私募基金的投资收益。美国的 PB 业务开始于 70 年代，最初是投行为基金管理人提供交易、清算、托管、估值核算等中后台服务。90 年代对冲和杠杆交易规模的提升为 PB 服务提供商带来丰富的融资利息收入，服务范围也进一步延伸至涵盖法务咨询、外汇兑换、绩效评估等，构建了全方位机构客户服务体系以提高客户粘性。

图 30：全球 PB 业务收入及占比



资料来源：Oliver Wyman，信达证券研发中心

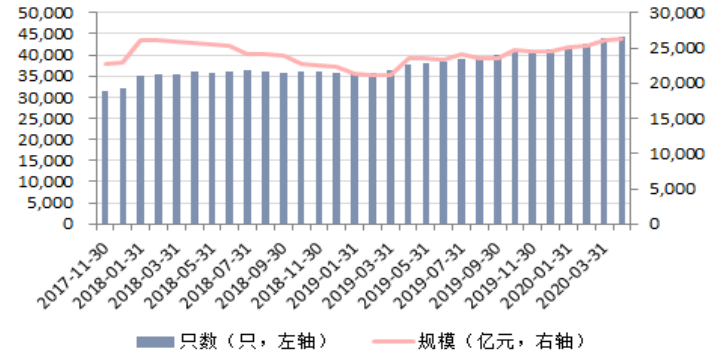
图 31：高盛 PB 业务规模及占比



资料来源：高盛年报，信达证券研发中心

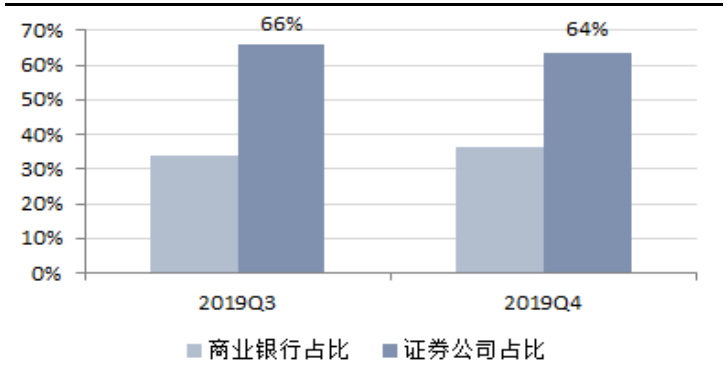
私募基金发展激发 PB 业务活力。我国的券商 PB 业务起步较晚，目前主要为私募证券投资基金提供托管清算、IT 支持、杠杆融资、证券拆借、资金募集等综合金融服务。截至 2020 年 6 月，已获得基金托管人资格的 46 家机构中，包括 28 家银行、17 家券商、中国结算和中证金融。券商在研究服务、交易策略、产品创新支持和业务交易响应速度等方面优势明显，私募基金托管业务中占主导地位。伴随着私募基金数量和规模的高速扩张为券商 PB 业务打开空间。

图 32：私募证券投资基金规模持续提升



资料来源：基金业协会。Wind，信达证券研发中心

图 33：服务私募基金托管业务中券商占据主导地位

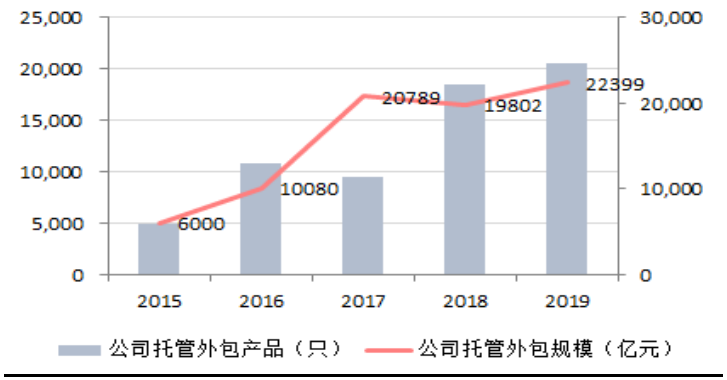


资料来源：基金业协会，信达证券研发中心

招商证券全面发力 PB 业务，机构客户服务能力行业领先。招商证券作为 PB 业务概念最早的提出者之一，具有先发优势，率先在提供主券商交易服务、基金托管与外包、融资融券、基金销售与做市、投资研究服务、种子基金等综合服务，并针对私募基金打造一站式金融服务，PB 交易系统的基础搭建处于行业领先地位，有望进一步稳固业务发展优势。截至 2019 年底，

公司托管和金融服务外包产品数量 20586 只，规模 22399 亿元。

图 34：2015-2019 公司托管和金融服务外包产品数量



资料来源：招商证券年报，Wind，信达证券研发中心

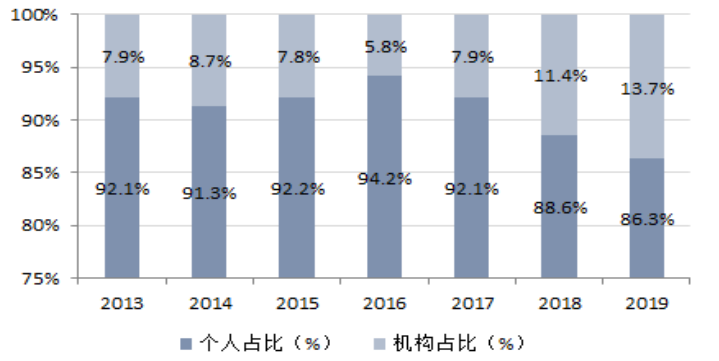
自主研发交易系统，寻求突破以形成差异化发展。IT 支持服务能力对券商 PB 业务服务质量尤为重要，包括对行情、交易、报盘等细节的熟悉程度，PB 业务对券商系统的响应速度、响应时间有着较高的要求。公司在引进国内三大主流 PB 投资交易系统（金证、恒生、迅投）之余，自主研发了急速专业投资交易平台，并引进以通联数据投资交易系统为代表的服务核心客户的个性化投资交易系统，完成“1+3+N”的 PB 投资交易 IT 系统生态圈建设。

PB 业务发展推动机构化转型，两融业务收入可观。依据海外经验，PB 业务主要客户为机构投资者和高净值个人，发展 PB 业务有助于公司机构化转型。从收入的角度看，虽然单独的清算业务对券商的收入贡献并不大，但在清算业务基础上衍生出来机构融资融券等中介业务，为主经纪商带来可观收入。

图 35：招商证券两融业务规模发展迅速

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 36：招商证券两融业务中机构客户占比提升

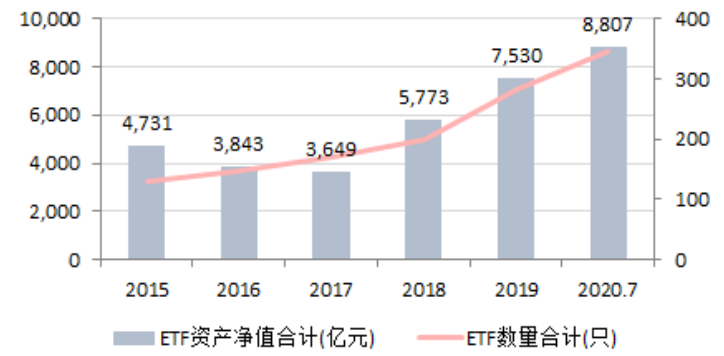


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

基金做市业务行业领先

资本市场改革促进市场有效性提升，ETF 迎来高速发展。随着我国注册制改革推进，新股发行常态化，外资投资者占比提升，A 股有效性逐步提高，选股难度不断上升。ETF 的风险分散度好、费率低、风格确定等优势明显，使其逐渐成为机构投资者进行长期资产配置的重要工具。近年国内 ETF 供给质量和数量明显上升，截至 2019 年末 ETF 数量 345 只，基金净值达 7530 亿元，5 年复合增长率 13.32%。长期来看，银行、保险、外资等机构或将不断加大配置力度，基金投顾业务也将为 ETF 市场带来增量需求；大资管时代，兼具一级市场申赎与二级市场交易属性的产品机制，使得 ETF 成为公募基金积极布局的赛道，供给将持续增加，国内 ETF 市场或将进入供需两旺的高速发展期。

图 37：2015 年以来我国 ETF 发展迅速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司基金做市业务领先同行，竞争优势显著。随着 ETF 的大幅扩容，ETF 市场的流动性有待提升，引入做市商并进一步发挥做市商的功能是助力行业长期稳定发展的重要举措。自 2012 年上交所首先引入做市商制度至今，相关制度不断完善、服务商水平不断提高。2018 年 11 月与 12 月，深交所与上交所分别就上市基金流动性服务发布相关制度指示，证券公司可根据相关规定申请做市商资格。截至目前，我国共有 12 家证券获得基金做市资格。在 2019 年末上交所公布的首份基金主做市商评级结果中，招商证券是唯一获得 AA 评级的券商，在基金做市领域的交易水平处于行业领先地位。凭借这一突出优势，招商证券获得了博时央企结构调整 ETF、银华中证央企结构调整 ETF、嘉实沪深 300ETF 等热门产品的流动性服务资格。2019 年，嘉实沪深 300ETF 累计成交额约为 712 亿元，日均成交额为 3 亿元。

盈利预测与投资建议

根据招商证券公布的月报数据，公司 2020 年上半年实现营业收入 87.41 亿元，同比+23%，净利润 40.19 亿元，同比+34%。按照招商证券的收入结构，我们按照经纪、投行和资管的手续费佣金收入、利息收入、投资收益五个业务板块对招商证券的收入及盈利进行预测。收入预测的核心假设：

1. 经纪业务：2019 年沪深两市日均成交金额 5205 亿元，受益于市场流动性充裕，2020 年年初以来市场交投活跃，上半年沪深两市日均成交金额 7582 亿元，7 月以来共有 22 个交易日日均成交金额破万亿。展望 2020 年全年，在保持流动性合理充裕的情况下，预计全年两市日均成交额 8500 亿元。

2. 投行业务：随着科创板、创业板注册制顺利推进，结合再融资政策松绑、新三板改革、企业债券注册制改革等资本市场制

度红利下，A 股迎来直接融资大年。招商证券 IPO 项目储备充足，行业排名居前，上半年再融资承销规模已超 2019 全年，公司有望保持其股权承销优势；另外，利率下行叠加公司债券承销优势明显，债券承销规模预计稳中有升，预计投行收入有望实现大幅增长。

3. 资管业务：资管新规下，行业资管结构规模继续调整。随着集合公募化推进，预计招商资管受托资产规模小幅回升。

4. 资本中介业务：受益于市场交投活跃度的提升，自 2019 年 12 月以来两融余额始终保持在万亿以上，截至 2020 年 7 月 31 日，两融余额 14169 亿元，预计全年两融日均余额 11000 亿元；股权质押业务整体处于控制规模的阶段，预计公司股权质押规模及收入维持稳定。

5. 自营投资业务：受益于交投活跃和流动性宽松，公司将保持风险可控的权益敞口，同时公司固收投资能力较好，预计公司 2020 年自营投资资产同比增加 9%。

表 6：招商证券盈利预测

利润表（亿元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	113.22	187.09	236.97	254.70	276.19	295.44
手续费净收入	64.48	74.36	101.69	109.50	114.32	120.20
代理买卖证券业务净收入	31.54	39.93	56.46	57.55	57.60	58.20
证券承销业务净收入	14.46	18.13	26.83	31.88	35.07	38.58
资产管理业务净收入	12.02	10.42	11.28	12.41	13.65	15.02
利息净收入	18.46	18.95	28.55	33.22	38.85	45.79
投资收益及公允价值变动	30.38	70.42	106.14	111.30	116.84	122.63
汇兑净收益	(0.75)	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00
其他业务收入	0.65	23.06	0.59	0.68	6.18	6.81
营业支出	58.77	99.10	117.06	125.82	136.44	145.95
营业税金及附加	0.88	0.94	12.65	13.60	14.75	15.78
业务及管理费	56.65	75.37	104.27	112.07	121.52	129.99
营业利润	54.45	87.99	119.91	128.88	139.75	149.49
营业外收入	0.20	0.16	0.17	0.18	0.19	0.19
营业外支出	0.13	0.37	0.39	0.41	0.43	0.45
利润总额	54.52	87.78	119.69	128.64	139.51	149.24
所得税	10.01	14.60	23.94	25.73	27.90	29.85
净利润	44.51	73.18	95.75	102.92	111.61	119.39

归属母公司所有者净利润	44.25	72.82	95.75	102.92	111.61	119.39
少数股东损益	0.21	0.31	0.00	0.00	0.00	0.00
经营指标	**2018**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
平均总资产收益率	1.50%	2.12%	2.35%	2.32%	2.40%	2.45%
平均净资产收益率	5.53%	8.79%	9.16%	8.09%	8.35%	8.48%
管理费用率	50.45%	43.45%	44.00%	44.00%	44.00%	44.00%
营业收入/总资产	3.83%	5.45%	5.82%	5.75%	5.94%	6.06%
每股数据（元）	**2018**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
每股收益	0.66	1.09	1.10	1.18	1.28	1.37
每股净资产	12.05	12.70	14.25	14.96	15.75	16.58

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测　注：股价为 2020 年 8 月 4 日收盘价

我们使用相对估值法给公司估值，我们估算公司 2020-2022E 净资产分别为 1242 /1304 / 1372 亿元，对应 BVPS 14.25 /14.96 / 15.75 元。2020-2022E 归母净利润 95.75 /102.92 /111.61 亿元，同比+30.84 % / 7.48 %/ 8.45%，对应 EPS1.10 /1.18 /1.28 元。考虑到公司投行有较强优势，我们给予公司 2020 年 2.0xP/B，根据本文假设估值，我们预计 2020 年估值为 2394 亿元，对应目标价 28.5 元，给予“买入”评级。

表 7：同业比较

证券代码	证券简称	8 月 4 日总市值（亿元）	PB		
			2,019	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	3,906.47	2.22	2.19	2.06
601788.SH	光大证券	1,112.58	2.30	2.26	2.15
002736.SZ	国信证券	1,138.16	2.04	1.77	1.63
	平均		2.19	2.07	1.95
600999.SH	招商证券	1,798.96	1.69	1.50	1.43

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测　注：股价为 2020 年 8 月 4 日收盘价

风险因素

1. 资本市场大幅波动，导致公司经纪业务、自营投资业务等受到干扰和冲击；
2. 科创板、创业板注册制审核进度低于预期，导致投行+投资业务业绩不及预期；
3. 公司市场化改革进度低于预期；
4. 财富管理转型不及预期等。

合并损益表				亿元 RMB	资产负债表				亿元 RMB
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**187.09**	**236.97**	**254.70**	**276.19**	货币资金	619.28	771.80	809.43	849.72
手续费净收入	74.36	101.69	109.50	114.32	结算备付与保证金	172.53	292.23	306.35	321.58
代理买卖证券业务净收入	39.93	56.46	57.55	57.60	交易性金融资产	1,381.46	1,532.20	1,606.73	1,686.67
证券承销业务净收入	18.13	26.83	31.88	35.07	买入返售金融资产	356.80	478.81	502.10	527.08
资产管理业务净收入	10.42	11.28	12.41	13.65	可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
利息净收入	18.95	28.55	33.22	38.85	其他资产	1,287.65	1,247.31	1,308.49	1,374.17
投资收益及公允价值变动	53.50	106.14	111.30	116.84	**资产总计**	**3,817.72**	**4,322.36**	**4,533.11**	**4,759.22**
其他业务收入	22.27	0.33	0.37	5.81	短期借款	31.04	21.73	22.16	22.61
营业支出	**99.10**	**117.06**	**125.82**	**136.44**	交易性金融负债	100.76	60.46	63.48	66.65
营业税金及附加	0.94	12.65	13.60	14.75	衍生金融负债	21.83	32.75	34.38	36.10
业务及管理费	75.37	104.27	112.07	121.52	卖出回购金融资产款	977.07	1,025.92	1,077.22	1,131.08
营业利润	87.99	119.91	128.88	139.75	代理买卖证券款	617.24	732.15	768.75	807.19
营业外收入	0.16	0.17	0.18	0.19	其他负债	1,218.50	1,207.51	1,263.31	1,323.12
营业外支出	0.37	0.39	0.41	0.43	负债合计	2,966.44	3,080.50	3,229.31	3,386.75
利润总额	87.78	119.69	128.64	139.51	股本	66.99	87.10	87.10	87.10
所得税	14.60	23.94	25.73	27.90	归属母公司所有者权益	850.48	1,241.01	1,302.95	1,371.62
净利润	73.18	95.75	102.92	111.61	少数股东权益	0.80	0.85	0.86	0.85
归属母公司所有者净利润	**72.82**	**95.75**	**102.92**	**111.61**	所有者权益合计	851.28	1,241.85	1,303.81	1,372.47
少数股东损益	0.31	0.00	0.00	0.00	**负债和股东权益合计**	**3,817.72**	**4,322.36**	**4,533.11**	**4,759.22**
基本 EPS（元，RMB）	1.09	1.10	1.18	1.28					
					经营指标	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
					总资产收益率(%)	2%	3%	3%	3%

					净资产收益率(%)	7%	11%	11%	11%
					管理费用率(%)	52%	47%	47%	47%
					营业收入/总资产(%)	5%	6%	7%	7%
年成长率(%)	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	每股指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	65.24%	26.66%	7.48%	8.44%	基本 EPS (RMB)	1.09	1.10	1.18	1.28
净利润	64.41%	30.84%	7.48%	8.45%	BVPS	6.22	7.46	8.01	8.59
基本 EPS	1.09	1.10	1.18	1.28	**估值分析**	**2,019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
盈利能力(%)	2019	2020E	2021E	2022E	市盈率（x）	19.70	19.48	18.12	16.71
营业利润率	47.03%	50.60%	50.60%	50.60%	市净率(x)	1.69	1.50	1.43	1.36
净利润率	38.92%	40.41%	40.41%	40.41%	净资产收益率(%)	8.79%	9.16%	8.09%	8.35%

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。